

1. Presentación general: reajustes en los mercados financieros

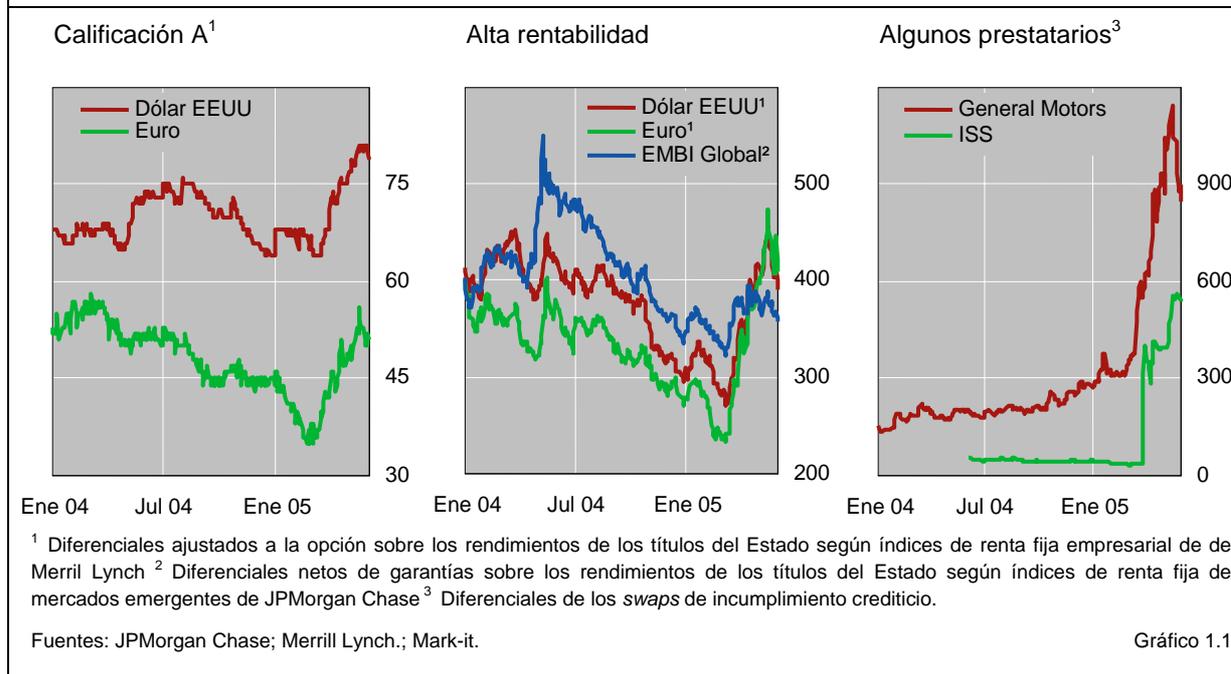
Tanto los mercados de renta fija como los de renta variable comenzaron a caer en marzo de 2005, a medida que los inversionistas abandonaban las posiciones de mayor riesgo. Los mercados de deuda sufrieron su mayor episodio de ventas desde 2002, mientras que las bolsas de valores cedieron la mayoría de sus ganancias obtenidas desde 2004. Al mismo tiempo, los rendimientos a largo plazo en los principales mercados se acercaron a sus mínimos más recientes, o incluso los rebasaron, presionados en cierta medida por la huída hacia la calidad. Los mercados parecieron estabilizarse hacia mediados de mayo, aunque todavía está por ver si realmente han quedado atrás las turbulencias que afectaron a los de deuda.

Las noticias sobre empresas o sectores concretos, especialmente las que hacían referencia a los problemas de los fabricantes de automóviles de Estados Unidos, tuvieron mucho que ver en este abandono de los activos de más riesgo, al igual que los decepcionantes datos macroeconómicos, sobre todo durante el mes de abril. En mayo, el anuncio de una serie de cifras mejores de lo esperado ayudó a los mercados de acciones a recuperarse. Sin embargo, los diferenciales de rendimiento siguieron aumentando (y la rentabilidad de la deuda pública reduciéndose) entre principios y mediados de mayo, en respuesta a la inquietud sobre posibles riesgos de empeoramiento. A esto se unió ese mismo mes la inusual volatilidad del mercado de *swaps* de incumplimiento crediticio, aunque los mercados mantuvieron en general la calma durante las ventas generalizadas.

Pese a la ampliación de los diferenciales de rendimiento, las condiciones de financiación continuaron siendo favorables para muchos prestatarios. De hecho, debido a los reducidos rendimientos nominales, el coste de endeudamiento rozó mínimos históricos para los vencimientos más largos. En algunos casos se pospusieron o cancelaron nuevas emisiones de bonos, pero los prestatarios más solventes apenas tuvieron dificultades para conseguir fondos. Entre ellos se cuentan los de mercados emergentes, donde los diferenciales se ampliaron mucho menos durante esta última oleada de ventas que en anteriores episodios de reajuste.

Diferenciales de rendimiento

Diarios, en puntos básicos



Ampliación de los diferenciales de rendimiento

Tras estrecharse casi sin interrupción desde octubre de 2002, los diferenciales crediticios en los mercados de títulos de empresa y de economías emergentes invirtieron su rumbo a mediados de marzo de 2005 (véase el Gráfico 1.1). Los diferenciales sobre los índices de bonos de empresa con calificación A denominados en dólares se ampliaron casi 20 puntos básicos desde su mínimo del 9 de marzo, hasta alcanzar 81 puntos básicos el 17 de mayo. Durante ese mismo periodo, los diferenciales sobre índices de deuda corporativa de alta rentabilidad se ampliaron 185 puntos básicos, hasta alcanzar los 457. A mediados de mayo, estas primas por riesgo parecieron estabilizarse, aunque a principios de junio todavía no quedaba claro si el episodio de ventas supuso un punto de inflexión significativo o simplemente un retroceso transitorio en la prolongada senda descendiente de los diferenciales de rendimiento.

La ampliación de los diferenciales entre mediados de marzo y mediados de mayo no resultó excepcionalmente abrupta ni especialmente perjudicial para las condiciones crediticias generales. Durante episodios anteriores se ampliaron mucho más, como ocurrió tras la suspensión de pagos en Rusia en agosto de 1998 y la quiebra de WorldCom a mediados de 2002. Asimismo, incluso durante su máximo más reciente, los diferenciales de los mercados de títulos corporativos y emergentes se encontraban próximos a sus niveles de un año antes e incluso por debajo de sus cotas de 2002 y 2003.

No obstante, el episodio de ventas fue significativo porque su base fue muy amplia. Mientras que durante la prolongada subida de los mercados de deuda que comenzó en octubre de 2002 los diferenciales sobre los bonos de

Los diferenciales de rendimiento se amplían a partir de marzo...

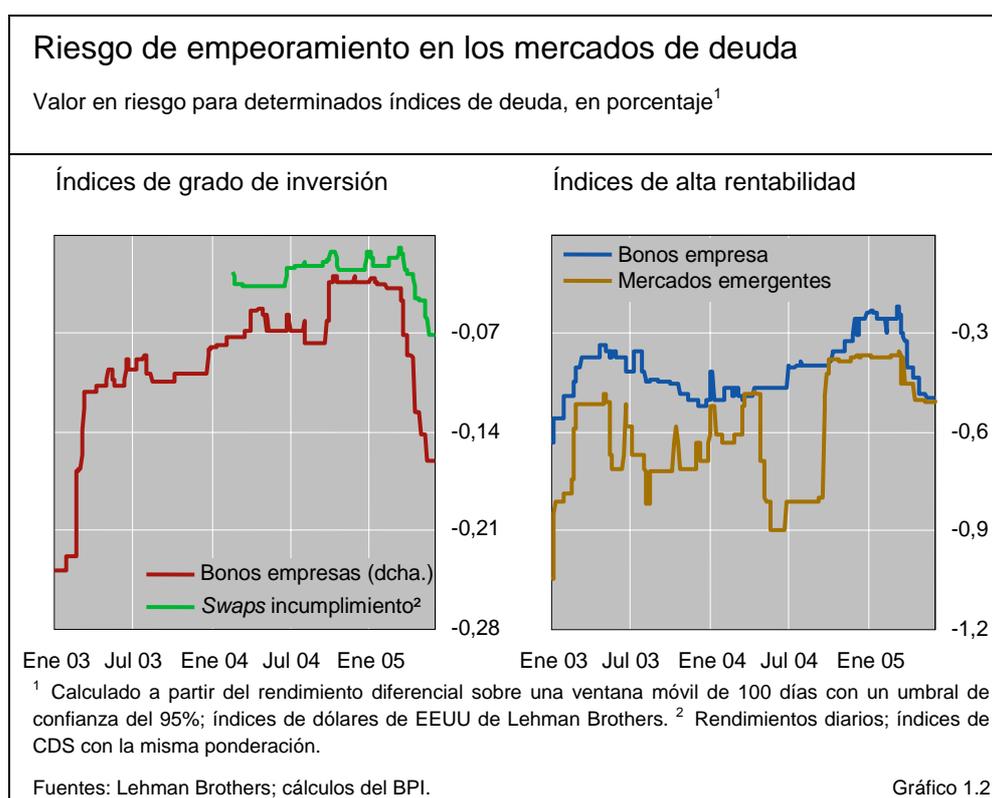
... sobre todo los de grado de inversión

alta rentabilidad se habían ampliado en ocasiones, los de la deuda con grado de inversión apenas lo habían hecho. Sin embargo, entre mediados de marzo y de mayo de 2005, se ampliaron los diferenciales de todo el espectro de calidad crediticia. De hecho, podría decirse que el impacto fue mayor para los prestatarios con grado de inversión que para los de alta rentabilidad. El Gráfico 1.2 muestra el valor en riesgo (VaR) para distintos índices de deuda en un intervalo de confianza del 95%, calculado a partir del rendimiento diferencial con respecto a la tasa sin riesgo obtenido durante un periodo de 100 días. En febrero de 2005, había una probabilidad del 5% de que las pérdidas diarias de la deuda corporativa con grado de inversión fueran superiores al 0,04%. Durante el citado episodio de ventas, el VaR se cuadruplicó con creces hasta alcanzar el 0,16% a mediados de mayo. Por el contrario, el VaR para el índice de bonos de empresa de alta rentabilidad apenas se duplicó, desde 0,26% en febrero hasta 0,49 en mayo.

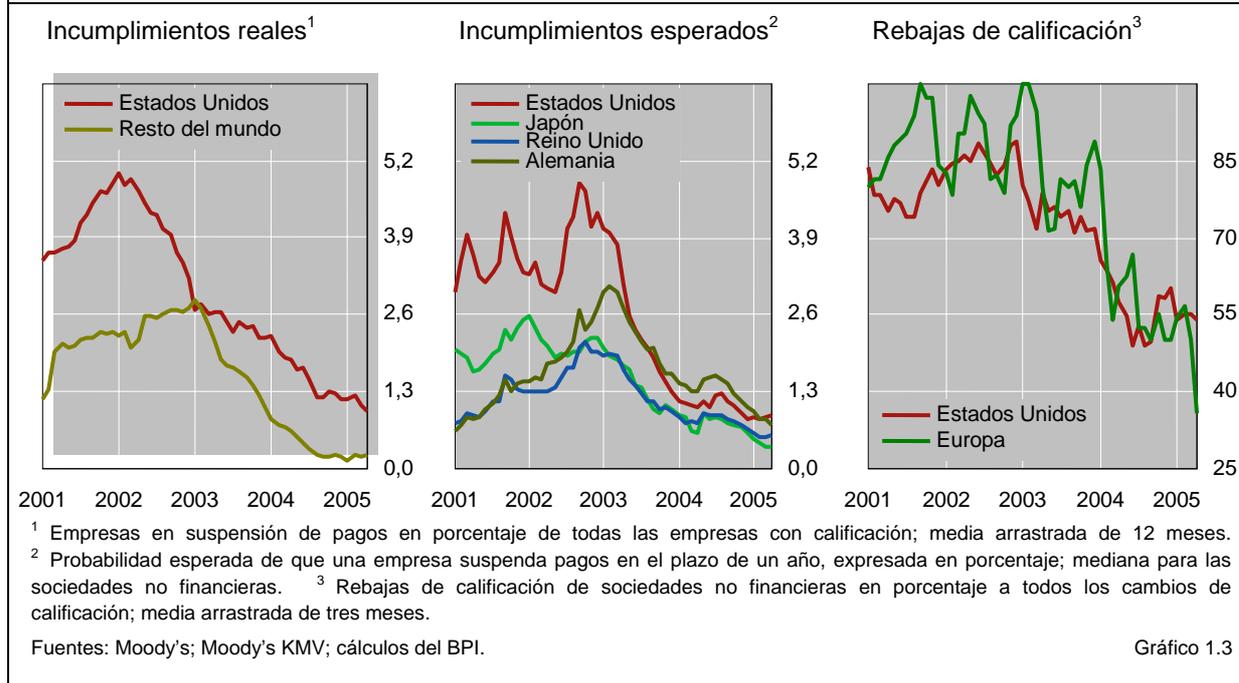
Factores coadyuvantes

Advertencias sobre beneficios de General Motors...

Los ajustes que se han producido recientemente en los mercados de deuda parecen haber estado provocados por una serie de acontecimientos adversos e inesperados en el sector empresarial. El más importante fue sin duda el anuncio de General Motors el 16 de marzo de que sus beneficios en 2005 serían inferiores a lo anticipado por la empresa. Esta advertencia hizo que las principales agencias de calificación revisaran a la baja sus previsiones para GM, lo que a su vez agravó la preocupación de los inversionistas sobre el impacto que tendría en los mercados de deuda una reducción de su calificación crediticia por debajo del grado de inversión, por tratarse de un



Calidad del crédito empresarial



prestatario de tales dimensiones. Los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento crediticio (CDS) de GM se ampliaron unos 90 puntos básicos en cuanto se dio a conocer la advertencia sobre beneficios, llegando a los 473 puntos básicos el 16 de marzo, y volvió a ampliarse otros 400 puntos básicos a lo largo del siguiente mes (véase el Gráfico 1.1)

A todo ello se unieron las noticias sobre irregularidades contables y las correspondientes investigaciones de los reguladores. El reconocimiento de American International Group (la mayor aseguradora del mundo y hasta hace poco una de las pocas sociedades con calificación AAA) de errores en sus estados financieros paralizó la actividad de los inversionistas. A finales de marzo, la incertidumbre sobre la gravedad de estos errores duplicó los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento de AIG y provocó una rebaja de su calificación. Sin embargo, AIG no fue la única empresa que se vio en apuros. El número de sociedades que incumplieron el plazo fijado por la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos (SEC) para presentar sus cuentas anuales y que expiraba en marzo aumentó considerablemente en 2005. Entre los motivos más citados para ello estaban fallos en las prácticas contables y en los controles financieros internos.

... irregularidades contables...

Una serie de reestructuraciones de capital también pilló por sorpresa a los inversionistas de los mercados de deuda. A comienzos de 2005, diversas empresas anunciaron planes para aumentar sus dividendos o recomprar sus acciones, en algunos casos con la expresa intención de volver a apalancar sus balances, mientras que otras fueron presa de adquisiciones apalancadas. A pesar de que este tipo de operaciones ha ido en aumento al menos desde mediados de 2004, fue especialmente desestabilizadora la adquisición de la

... y adquisiciones apalancadas ...

multinacional danesa de servicios de limpieza ISS por otra empresa a finales de marzo mediante una operación de apalancamiento. Esta operación puso al descubierto la escasa insistencia de los acreedores para incluir cláusulas que protegieran sus intereses que ha caracterizado el estrechamiento de diferenciales de los últimos años, sobre todo en los mercados de deuda de alta rentabilidad. La deuda en circulación de ISS no contenía ninguna cláusula que permitiera a los tenedores de sus bonos acelerar la amortización en caso de que se produjera un cambio en el control de la empresa. Esto permitió a los inversionistas privados que pujaron por la empresa subordinar los bonos existentes. Ante la posibilidad de que aumentara el grado de apalancamiento, los diferenciales de los *swaps* de incumplimiento de ISS se multiplicaron por ocho el mismo día que se anunció el acuerdo, desde 39 puntos básicos hasta 315 (véase el Gráfico 1.1).

Sin duda, estos acontecimientos no siempre se percibieron como sintomáticos de deficiencias subyacentes en el sector empresarial en su conjunto y de hecho, la calidad crediticia ha mejorado significativamente en los últimos años. Además, si bien hay indicios de que esta calidad ha tocado techo, especialmente en Estados Unidos, no se espera en general que vaya a deteriorarse en el corto plazo. En Estados Unidos, las rebajas de calificación crediticia se acercaron a su mínimo más reciente, aunque desde finales de 2004 han aumentado ligeramente en porcentaje del total de modificaciones de calificación (véase el Gráfico 1.3). Igualmente, las probabilidades de incumplimiento estimadas a partir de la información de los balances y de la volatilidad del precio de las acciones permanecieron cercanas a su mínimo del ciclo. En Europa y Japón, las mejoras crediticias siguieron superando a las rebajas y las probabilidades de incumplimiento permanecieron bajas.

Huída hacia la calidad

... provocan una revaloración del riesgo

La solidez de las condiciones subyacentes hace pensar que fue un incremento en el precio del riesgo (y no tanto en la percepción del mismo) el que provocó la mayor parte de la ampliación de los diferenciales de rendimiento. La aversión al riesgo se había reducido hasta niveles excepcionalmente bajos a finales de 2004 y principios de 2005, debido en parte a la disposición de los inversionistas a descontar riesgos al buscar mayores rendimientos. La advertencia sobre beneficios de General Motors, la adquisición de ISS y otros hechos similares recordaron a los inversionistas que los instrumentos de deuda conllevan cierto riesgo y provocaron una revalorización del mismo. Los decepcionantes anuncios económicos en marzo y abril exacerbaron este aumento de la aversión al riesgo.

Rebaja de la calificación crediticia de Ford y General Motors

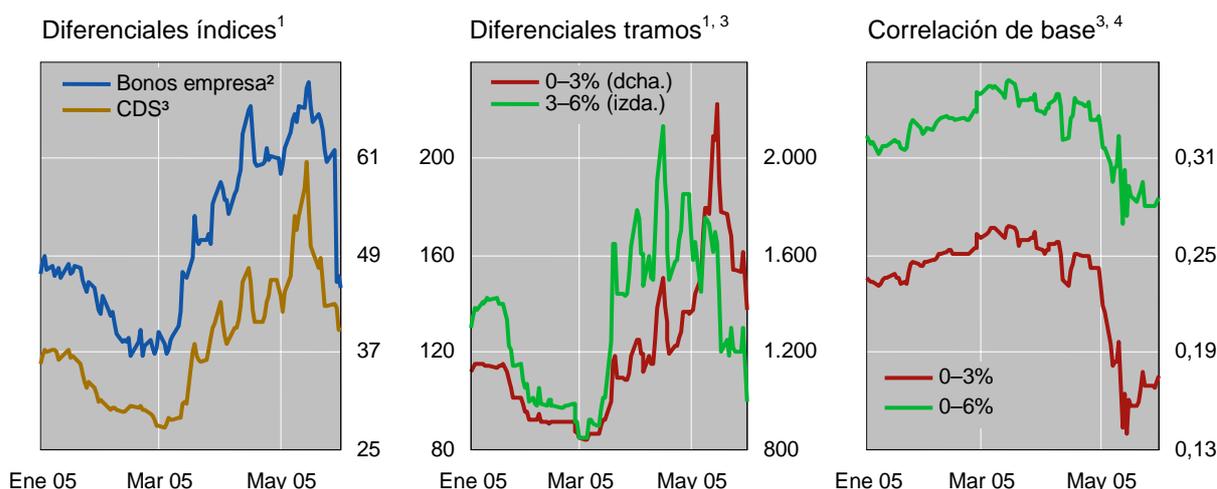
Si bien comenzó a recobrase la confianza en la segunda mitad de abril, gracias en parte a los informes sobre beneficios de GM y Ford en la línea de lo previsto por los inversionistas, este retorno resultó efímero. Los diferenciales de rendimiento volvieron a ampliarse en mayo ante la continua preocupación sobre el llamado "*event risk*", el riesgo de empeoramiento de la calidad crediticia debido a acontecimientos impredecibles poco probables. A esto se unió la pérdida del grado de inversión de GM, Ford y sus filiales financieras por

Prueba de tensión en los mercados de deuda: la rebaja de calificación de General Motors y Ford

Los mercados de deuda tuvieron que demostrar su capacidad de adaptación cuando Standard & Poor's redujo la calificación crediticia de Ford, General Motors y sus filiales financieras por debajo del grado de inversión. Tanto Ford como GM se encuentran entre los mayores prestatarios del mercado de deuda corporativa; en el momento de producirse la rebaja, representaban en conjunto cerca del 3% del segmento de bonos con grado de inversión y podrían llegar a representar nada menos que el 15% del total de bonos de alta rentabilidad en todo el mundo. Los títulos de deuda de estas dos empresas se encontraban muy repartidos y se incluían en numerosos bonos de titulización de deuda garantizada (CDO), por lo que era posible que la rebaja de ambos fabricantes de automóviles alterara los mercados de deuda. Finalmente, los mercados de efectivo parecieron reaccionar ante esta rebaja de manera ordenada, mientras que los de derivados crediticios se vieron más perjudicados. Los diferenciales de los CDS se ampliaron durante varios días en la primera mitad de mayo y se contrajeron durante la segunda (véase el panel de la izquierda del gráfico inferior). Con todo, apenas hubo contagio desde los mercados de derivados del crédito hacia otros mercados.

Tres factores favorecieron el suave ajuste de los mercados de renta fija privada a la rebaja de la calificación de Ford y GM. En primer lugar, los gestores de activos la habían venido anticipando, por lo que tuvieron bastante tiempo para ajustar sus carteras de manera acorde. Desde mediados de 2003, los diferenciales de los títulos de fabricantes de automóviles se negociaban más cerca de los de emisores con grado especulativo que de emisores con calificación BBB. En segundo lugar, Ford todavía ostenta el grado de inversión por Moody's y Fitch, mientras que GM lo tiene de Moody's. Muchos de los mayores proveedores de índices de bonos utilizan la media de estas tres calificaciones, por lo que Ford permanecerá en algunos índices de grado de inversión a pesar de la rebaja de S&P. Por último, aunque no menos importante, en los últimos años numerosos gestores de renta fija han ido dejando de replicar los índices del mercado para optar por referentes a medida, por ejemplo eliminando de los índices los casos atípicos e imponiendo límites más estrictos a la exposición al riesgo. También se ha constatado una tendencia hacia una ampliación del *tracking error* permitido. Todos estos cambios tenderían a disminuir el impacto en el mercado de los cambios mecánicos en los índices.

Mercados de CDS



¹ En puntos básicos. ² Diferencial del *swap* de activos (sobre el *Libor*); índice de crédito en euros de JPMorgan para títulos del sector industrial con grado de inversión; la serie tiene una ruptura el 1 de junio de 2005 tras la eliminación de Ford y GM del índice. ³ Índices iTraxx Europe a cinco años de emisión más reciente. ⁴ Correlación de incumplimientos implícita en el precio de un tramo sintético a primer riesgo.

Fuentes: JPMorgan Chase; cálculos del BPI.

A pesar del ajuste ordenado de los mercados de efectivo, parece que la rebaja tuvo un impacto negativo en el funcionamiento de los mercados de derivados de crédito. Resulta más sencillo tomar posiciones (sobre todo cortas) en estos mercados que en los de bonos de empresa, por lo que inversionistas apalancados como fondos de cobertura y bancos de inversión con sala de negociación propia suelen ser más activos en los primeros que en los segundos. Los inversionistas apalancados son fundamentales para promover la liquidez en el mercado y mejorar el proceso de determinación de precios, aunque en ocasiones sus actividades pueden exacerbar las oscilaciones de precios, como parece que fue el caso en mayo de 2005.

La reducción de la calificación de Ford y GM alteró de manera inesperada la relación entre los precios de determinados activos. Así pues, algunas operaciones de "*relative value arbitrage*", que consisten en tomar posiciones que prácticamente se compensan en dos valores con características similares pero no idénticas que se negocian a precios distintos, reportaron importantes pérdidas a precios de mercado.

Así ocurrió con los bonos convertibles emitidos por GM, cuyo precio de contratación difería del precio de una cartera réplica (compuesta por bonos regulares y opciones de compra de acciones). Los inversionistas que esperaban que esta discrepancia se iba a reducir perdieron dinero en ambos tramos de la operación: el 4 de mayo, el precio de las acciones de GM subió un 18% tras conocerse que magnate Kirk Kerkorian, especialista en revitalizar empresas, había presentado una oferta por una gran parte de la empresa, y más tarde, el 5 de mayo, los diferenciales de los bonos de la empresa y los CDS aumentaron tras la rebaja de calificación por S&P.

Otra de estas operaciones en la que parece que los inversionistas salieron perdiendo estaba basada en supuestas anomalías en el precio de los *tranche* CDO por tramos. Los diferenciales sobre el tramo del CDO a primer riesgo ("*equity*") suelen estar muy por encima del coste de una posición cubierta (delta) en el CDO subyacente (o alternativamente en el tramo *mezzanine*, que absorbe pérdidas por encima del 3% de la cantidad notional hasta un máximo del 10%). A principios de 2005, un inversionista que hubiera vendido protección sobre el tramo *equity* del índice de CDS iTraxx Europe y que después se hubiera cubierto contra las oscilaciones de los diferenciales de rendimiento en el mercado en general comprando protección sobre el índice subyacente, habría conseguido un diferencial de entre 300 y 400 puntos básicos. Este tipo de operación está expuesta a cambios en la correlación de incumplimiento, por lo que suele denominarse posición larga en correlaciones. Los inversionistas que esperaban que las correlaciones de incumplimiento permanecerían estables o aumentarían se sorprendieron en mayo cuando éstas cayeron marcadamente (véase el panel derecho del gráfico). Desde mediados de abril, parecieron volverse más cautos con respecto a los riesgos idiosincrásicos, lo que llevó a una ampliación del diferencial sobre los tramos *equity* y causó pérdidas en las posiciones largas en correlaciones (véase el panel central). Esta ampliación se aceleró tras el anuncio de la rebaja de calificación de GM y Ford por parte de S&P. Al parecer, algunos de los intermediarios con posiciones de correlación intentaron limitar sus pérdidas deshaciendo sus operaciones, lo que presionó temporalmente a la baja el diferencial de los tramos *mezzanine*, exacerbando con ello las pérdidas a precios de mercado. Aunque normalmente los cambios en el diferencial de este tramo están correlacionados positivamente con las oscilaciones del índice, hubo ocasiones a principios de mayo en que ambos se movieron en direcciones opuestas.

A medida que se fueron acumulando las pérdidas en estas operaciones de *relative value arbitrage*, los inversionistas reequilibraron sus carteras para ajustar sus coberturas, alcanzar las peticiones de márgenes y reducir su exposición al riesgo. Esto, a su vez, provocó un deterioro de la liquidez, especialmente en los mercados de índices de CDS y de CDS por tramos. Muchos inversionistas apalancados habían tomado posiciones similares, de modo que tal concentración de actividad amplió el proceso de desapalancamiento. Este ciclo de deterioro fue de naturaleza similar (aunque de magnitud bien distinta) al acontecido en 1998 tras la suspensión de pagos de Rusia y el derrumbe casi total del fondo Long-Term Capital Management^①. Sin embargo, mientras que en 1998 la volatilidad se desplazó rápidamente de mercado en mercado, en mayo de 2005 lo ocurrido en los mercados de derivados del crédito apenas tuvo consecuencias para el resto de mercados. A eso contribuyó sin duda la fortaleza percibida en las condiciones económicas subyacentes, así como las mejoras en la gestión del riesgo desde la crisis de 1998. En concreto, los fondos de cobertura parecen tener ahora un menor grado de apalancamiento que entonces^②. Desde principios de junio, apenas se constató que ninguna contraparte hubiera atravesado por dificultades financieras graves debido a pérdidas causadas por la rebaja de calificación de estos fabricantes de automóviles por S&P.

^①Véase Committee on the Global Financial System, *A review of financial market events in autumn 1998*, BIS, octubre de 1999. ^② Véase P McGuire, E Remolona y K Tsatsaronis, "Time-varying exposures and leverage in hedge funds", *BIS Quarterly Review*, marzo de 2005, pp 59–72 (puede encontrarse una síntesis en español de este artículo en el *Resumen de los Artículos Monográficos del Informe Trimestral del BPI* de marzo).

Standard & Poor's el 5 de mayo, que sorprendió a muchos agentes del mercado tanto por el momento el que se produjo como por su tenor: GM vio cómo su calificación se reducía dos grados (hasta BB) y Ford uno (hasta BB+).

Los mercados de renta fija privada mantuvieron la calma a pesar de estas reducciones de calificación. De hecho, durante los días inmediatamente posteriores al anuncio, los diferenciales de los bonos de empresa con calificación A apenas variaron. No obstante, los mercados de derivados se vieron más alterados que los de efectivo (véase el recuadro de la página 6). Algunos fondos de cobertura registraron al parecer sustanciosas pérdidas en operaciones con títulos de GM y con índices de CDS por tramos. Las posibles consecuencias sistémicas de un hipotético derrumbe de este tipo de agentes tan apalancados repercutieron en los mercados de deuda durante la primera mitad de mayo. También les afectó el cambio de estrategia de estos fondos hacia posiciones más líquidas, al anticipar algunos de ellos un aumento de las amortizaciones ante sus magros resultados de los últimos meses.

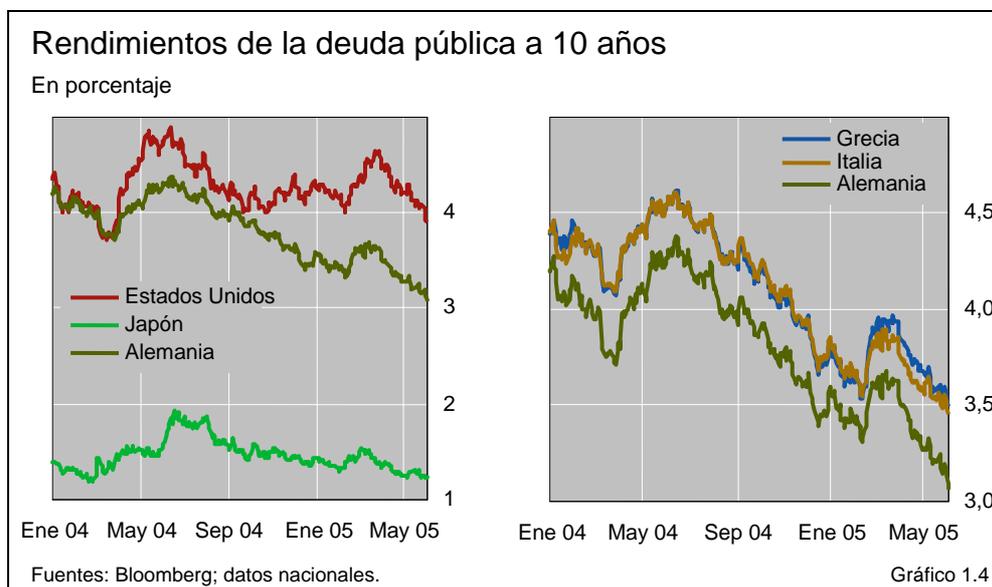
La recuperación de los mercados bursátiles desde mediados de mayo contribuyó a estabilizar los mercados de deuda. Los diferenciales de rendimiento alcanzaron su máxima amplitud el 17 de mayo, mucho después de que las bolsas hubieran comenzado su senda alcista (véase más adelante). El índice de CDS para Norteamérica se contrajo entonces nada menos que 16 puntos básicos en los dos días siguientes, hasta los 62 puntos básicos. Los diferenciales sobre los bonos corporativos también se redujeron, aunque a un ritmo más contenido. Aun así, a principios de junio todavía no estaba claro si las ventas generalizadas en los mercados de deuda habían tocado a su fin.

No está claro si el episodio de ventas ha tocado a su fin

Excelentes resultados en los mercados emergentes

Durante el periodo analizado, los diferenciales de los mercados emergentes no se vieron tan afectados como los de títulos corporativos. Alcanzaron su máximo antes que estos últimos, en torno al 15 de abril coincidiendo con la huida hacia la calidad, y no fueron tan volátiles. Además, no se vieron tan afectados como durante el episodio de ventas de 2004, ya que durante abril y

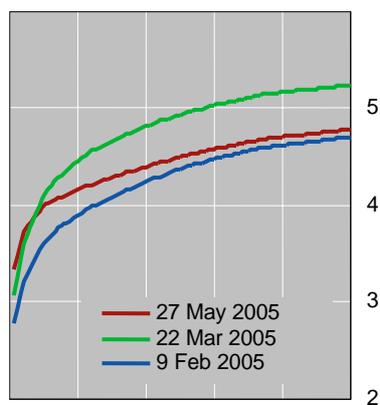
Los diferenciales de los mercados emergentes no se han visto afectados...



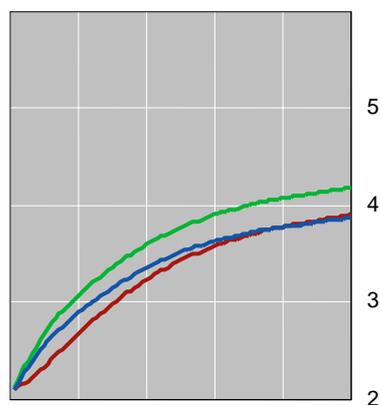
Curvas de rendimiento de los swaps

En porcentaje

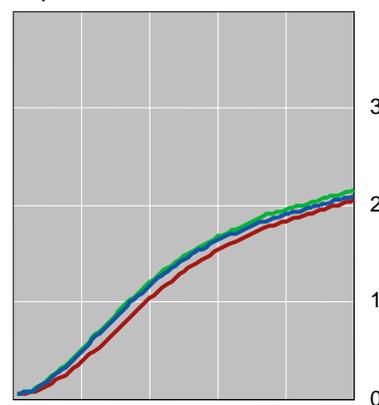
Estados Unidos



Zona del euro



Japón



Nota: para vencimientos en dólares de EEUU y en yenes a tres meses, se utiliza el Libor; para vencimientos en euros a tres meses, se utilizan los tipos de interés de depósito en euros; para el resto de vencimientos, se utiliza la rentabilidad anual de los swaps al cierre de la sesión en Londres.

Fuentes: Bloomberg; ICAP; cálculos del BPI.

Gráfico 1.5

mayo de ese año el EMBI Global se amplió cerca de 150 puntos básicos, hasta alcanzar los 549, mientras que en marzo y abril de 2005 ganó apenas 73 puntos básicos, llegando así a los 395.

Uno de los motivos por los que los diferenciales de títulos emergentes se vieron menos afectados que los de deuda empresarial es que los acontecimientos que indujeron a los reajustes en los mercados de renta fija (advertencias sobre beneficios, problemas contables y adquisiciones apalancadas) tuvieron menos incidencia en los mercados de deuda soberana. Además, la solidez de la coyuntura nacional en las economías emergentes contribuyó a limitar la reacción.

Aunque los mercados emergentes no se libraron de las sorpresas, a diferencia de lo ocurrido con el sector empresarial no se consideró que éstas fueran a tener mayores consecuencias. Los problemas en Ecuador, por ejemplo, se vieron como algo específico a aquel país. Los disturbios civiles provocaron la dimisión del presidente y aumentaron la incertidumbre sobre la futura evolución de la política económica, de modo que en la semana del 18 de abril los diferenciales sobre la deuda pública de Ecuador denominada en dólares se ampliaron 150 puntos básicos aun cuando los del resto de países se estrechaban. Ese mismo mes, el posible rechazo del electorado francés a la propuesta de constitución para la UE, que a su vez podría complicar las negociaciones de adhesión con otros países a la Unión, presionó al alza los diferenciales de Turquía. Los retrasos en la conclusión del proceso de reestructuración de la deuda argentina no impidieron al Gobierno utilizar los mercados de bonos nacionales en mayo por primera vez desde la suspensión de pagos. En febrero, el 76% de los tenedores de deuda impagada había aceptado la oferta del Gobierno argentino, pero las acciones legales emprendidas retrasaron el intercambio previsto hasta principios de junio.

Comparado con la deuda empresarial, al reajuste de los diferenciales del mercado emergente contribuyeron más las condiciones macroeconómicas que el riesgo de eventos impredecibles. Siguiendo la pauta observada desde al menos principios de 2004, los diferenciales de los títulos emergentes mostraron más sensibilidad que los de la deuda corporativa al cambio de expectativas sobre la evolución de política monetaria de Estados Unidos. Por ejemplo, después de que los bonos del Tesoro a 10 años hubieran ganado 15 puntos básicos el 9 de marzo, los diferenciales de mercados emergentes se ampliaron 6 puntos básicos, mientras que los de deuda empresarial con grado de inversión permanecieron sin cambios. Algo parecido ocurrió el 22 de marzo.

... pero son sensibles a las cambiantes condiciones macroeconómicas

La mayor aversión al riesgo llevó a muchos prestatarios de mercados emergentes a posponer sus planes de endeudamiento, decisión que resultó tanto más sencilla por cuanto que muchos se habían prefinanciado durante el primer trimestre de 2005, cuando las condiciones de financiación habían sido excepcionalmente favorables. Durante el primer trimestre de 2005, los prestatarios de mercados emergentes habían conseguido cerca de 70.000 millones de dólares en los mercados de bonos y préstamos internacionales, un 13% más que en el mismo periodo del año anterior (véase "The international debt securities market" en la página 31 del *Informe Trimestral* en inglés). El volumen de emisión se desaceleró en abril y mayo pero estuvo en consonancia con los niveles de 2004.

Los tipos de interés a largo plazo recuperan su tendencia al alza

Pese a la ampliación de los diferenciales de rendimiento, muchos prestatarios empresariales y de mercados emergentes vieron cómo sus costes de financiación permanecían sin cambios o incluso se reducían gracias a una caída de los rendimientos nominales. Tras un breve incremento en febrero, el rendimiento de los bonos a largo plazo en los principales mercados retomó su senda descendiente a finales de marzo (véase el Gráfico 1.4). Tras alcanzar su punto máximo el 22 de marzo, el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos cayó 60 puntos básicos hasta rozar el 4,0% el 24 de mayo, por debajo de sus reducidos niveles que habían supuesto un "enigma" unos meses antes para el Presidente de la Reserva Federal (véase el Gráfico 1.5). Durante ese mismo periodo, la rentabilidad del bono del Estado alemán a 10 años cayó 40 puntos básicos hasta el 3,3%, su nivel más bajo desde el inicio de la unión monetaria europea.

Rendimientos más bajos compensan los diferenciales más amplios

Los rendimientos en dólares se redujeron en gran medida por las decepcionantes cifras macroeconómicas. De hecho, el aumento de 8 puntos básicos del rendimiento a 10 años tras el renovado énfasis de la Reserva Federal en el repunte de las presiones inflacionarias recogido en su comunicado del 22 de marzo marcó el máximo de los tipos de interés a largo plazo durante el periodo. A partir de ahí, las decepcionantes cifras macroeconómicas dadas a conocer a finales de marzo y abril lastraron los rendimientos (véase el Gráfico 1.6). Por ejemplo, los malos datos sobre la confianza de los consumidores publicados a mediados de abril y la sorpresa

Reducción de los rendimientos ante los malos resultados anunciados ...

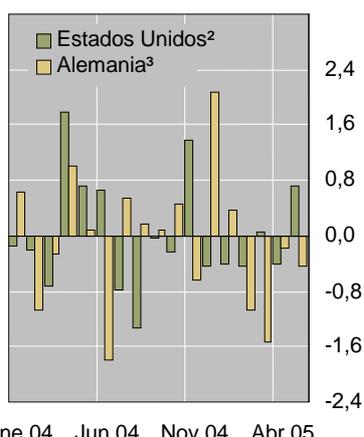
de un PIB inferior a lo habitual anunciadas semanas más tarde agravaron las caídas de los rendimientos, todo ello a pesar de que la Fed continuó subiendo sus tipos de interés durante el periodo y las autoridades económicas de Estados Unidos siguieron indicando que preveían más aumentos “medidos” de los tipos de interés.

... y la demanda de paraísos fiscales

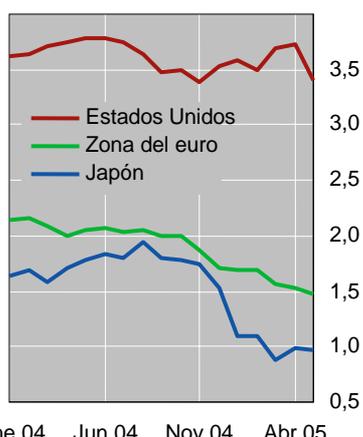
Ahora bien, los decepcionantes datos macroeconómicos no fueron los únicos responsables de la caída de rendimientos en Estados Unidos, sino que también se constató demanda de títulos del Tesoro en paraísos fiscales, a raíz del aumento de la aversión al riesgo y del episodio de ventas generalizadas en los mercados de deuda antes analizado. Los anuncios macroeconómicos procedentes de Estados Unidos se tornaron más favorables en mayo, a partir de las buenas cifras de empleo dadas a conocer el 6 de mayo, pero los rendimientos permanecieron contenidos. El 10 de mayo, las especulaciones sobre pérdidas en los fondos de cobertura y la reducción del valor de las acciones bancarias se señalaron como responsables del aumento de demanda de bonos del Tesoro estadounidenses, y los rendimientos de referencia se redujeron significativamente. Días más tarde, mientras que las cifras sobre ventas minoristas en abril mejor de lo esperado animaron ligeramente las ventas de títulos del Tesoro, la oleada de ventas de acciones y los informes sobre el aumento de compras de deuda pública hicieron que los rendimientos cayeran ese mismo día otros 3 puntos básicos. A pesar de que el anuncio del Tesoro de Estados Unidos en mayo sobre la posibilidad de volver a emitir

Anuncios macroeconómicos

Sorpresas¹



Previsiones de crecimiento para 2005⁴



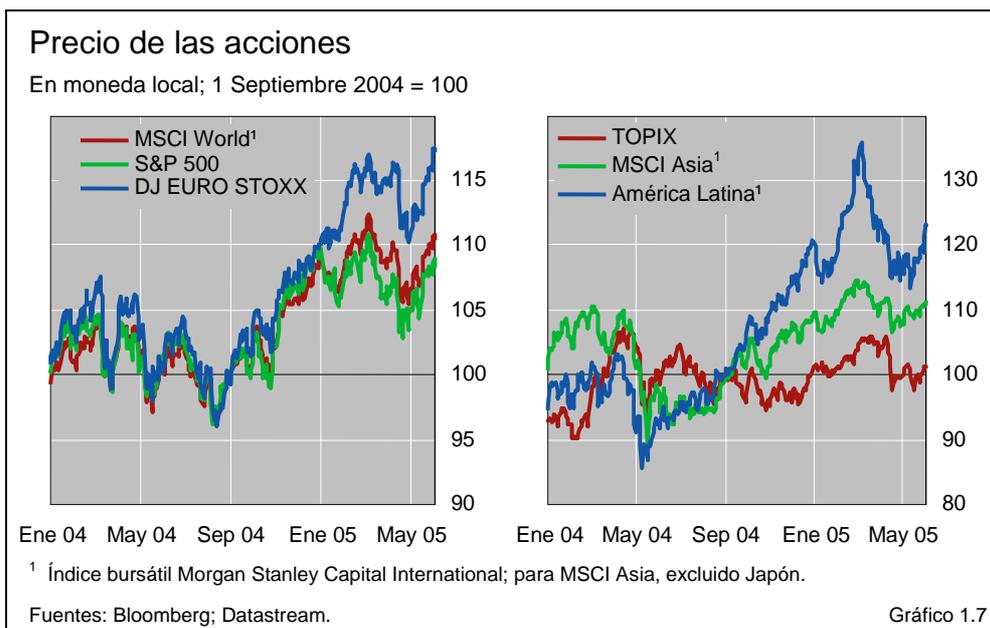
Previsiones de inflación para 2005⁴



1 Diferencia entre las cifras obtenidas y las previsiones de consenso normalizadas por la desviación estándar de las sorpresas anteriores; las observaciones se sitúan en el mes el que se dieron a conocer las cifras obtenidas. 2 Media ponderada de las sorpresas normalizadas de la encuesta ISM, los datos sobre la tasa de empleo no agrícola, las ventas al por menor, así como los anuncios sobre precios industriales y precios de consumo. 3 Encuesta sobre el clima empresarial realizada por el Institut für Wirtschaftsforschung (Ifo). 4 Previsiones publicadas mensualmente por Consensus Economics; las observaciones se sitúan en el mes en el que se realizó la previsión; variación porcentual con respecto al año anterior.

Fuentes: Bloomberg; © Consensus Economics; cálculos del BPI.

Gráfico 1.6



letras a 30 años después de cinco años sin hacerlo produjo un importante episodio de ventas de bonos del Tesoro a muy largo plazo, los rendimientos sobre el bono de referencia a 10 años sólo aumentaron ligeramente.

En la zona del euro, los malos datos macroeconómicos estuvieron incluso más omnipresentes y la rentabilidad del bono del Estado alemán alcanzó nuevos mínimos históricos durante el periodo analizado. Los diferenciales entre los rendimientos a 10 años de la zona del euro y los de Estados Unidos se ampliaron alrededor desde cerca de los 80 puntos básicos del primer trimestre hasta los 90 puntos básicos alcanzados más recientemente. El índice IFO sobre la opinión empresarial sorprendió a todos cayendo el 25 de abril hasta niveles no vistos en más de un año, coincidiendo con una reducción de 4 puntos básicos en el rendimiento del bono alemán. A esto se sumaron otros datos macroeconómicos decepcionantes para la zona del euro hasta el mes de mayo, lo que llevó a muchos analistas a retrasar sus expectativas sobre un posible aumento del tipo de interés por el BCE. Como suele ocurrir, los bonos del Estado alemán también se mostraron sensibles a los datos macroeconómicos procedentes de Estados Unidos. Por ejemplo, en respuesta al mal dato del 28 de abril sobre el PIB en Estados Unidos, los rendimientos del bono alemán cayeron algunos puntos básicos.

Los rendimientos del bono alemán caen hasta nuevos mínimos

En el periodo analizado, también quedaron de manifiesto los crecientes diferenciales entre el rendimiento de la deuda pública de los países que componen la zona del euro, a medida que los inversionistas fueron mostrándose más sensibles a las dificultades fiscales por las que atravesaban algunos países. Los rendimientos de la deuda pública de Italia y Grecia se alejaron gradualmente de los de Alemania ante el escepticismo sobre la capacidad de los dos primeros de cumplir sus objetivos presupuestarios (véase el Gráfico 1.4). También se informó sobre la demanda de los paraísos fiscales de deuda pública alemana y de bonos denominados en francos suizos durante el periodo examinado, al deshacerse las operaciones de *carry trade* con bonos

Los rendimientos del yen siguen la evolución de los mercados bursátiles

de países de la UE considerados futuros miembros de la unión monetaria en medio de una retirada generalizada de estas posiciones especulativas.

En Japón, aunque los rendimientos también se redujeron durante el periodo, lo hicieron mucho menos que en la zona del euro o Estados Unidos. Parece que el mercado de renta fija se guió más por la caída de las cotizaciones bursátiles que por los síntomas de estancamiento macroeconómico. Cabría afirmar que la decisión del Consejo de Política del Banco de Japón de revisar a la baja su previsión para el IPC, anunciada el 28 de abril y en la línea de las previsiones de consenso (véase el Gráfico 1.6), condujo a una ligera reducción de los diferenciales de algunos puntos básicos. Sin embargo, las cifras de producción industrial mucho peor de lo esperado publicadas el 30 de marzo, así como la mala situación empresarial prevista en el informe *Tankan* de marzo, apenas incidieron en los rendimientos. En realidad, la caída de la rentabilidad del bono a 10 años (3 y 4 puntos básicos el 15 y 18 de abril respectivamente), relativamente pronunciada para haberse producido en un solo día, coincidió con las mayores pérdidas bursátiles diarias. Otro factor que afectó a los rendimientos a finales de mayo fue el anuncio de una ampliación de la duración de uno de los principales índices, algo que parece haber aumentado la demanda de bonos de largo vencimiento por parte de fondos de pensiones.

Repliegue de los mercados bursátiles ante la menor preferencia por el riesgo

Debilidad de los índices bursátiles en marzo y abril...

Los mercados bursátiles evolucionaron de manera irregular entre principios de marzo y mayo (véase el Gráfico 1.7). Muchos de los principales índices se tambalearon en marzo y abril al reducirse la preferencia por el riesgo y conocerse una serie de anuncios macroeconómicos peor de lo esperado. A pesar de que algunos de estos índices se recuperaron en mayo, el S&P 500, DJ EURO STOXX y Nikkei 225 perdieron el 2%, 1% y 6% respectivamente entre el 7 de marzo y el 27 de mayo; en el caso japonés y estadounidense, los índices se acercaron a sus cotas de comienzos de año o incluso se situaron por debajo de ellos.

La volatilidad aumentó con fuerza a mediados de abril en los principales mercados de renta variable, coincidiendo hasta cierto punto con las ventas masivas en los mercados de deuda. Tanto la volatilidad implícita como la histórica, que habían caído desde principios de 2005 hasta su niveles más bajos en casi 10 años, parecieron romper con su prolongada tendencia a la baja, aunque se redujeron un poco en mayo y siguieron por debajo de sus cotas de 2002 (véase el Gráfico 1.8, panel izquierdo).

... a medida que los inversionistas se muestran aversos al riesgo...

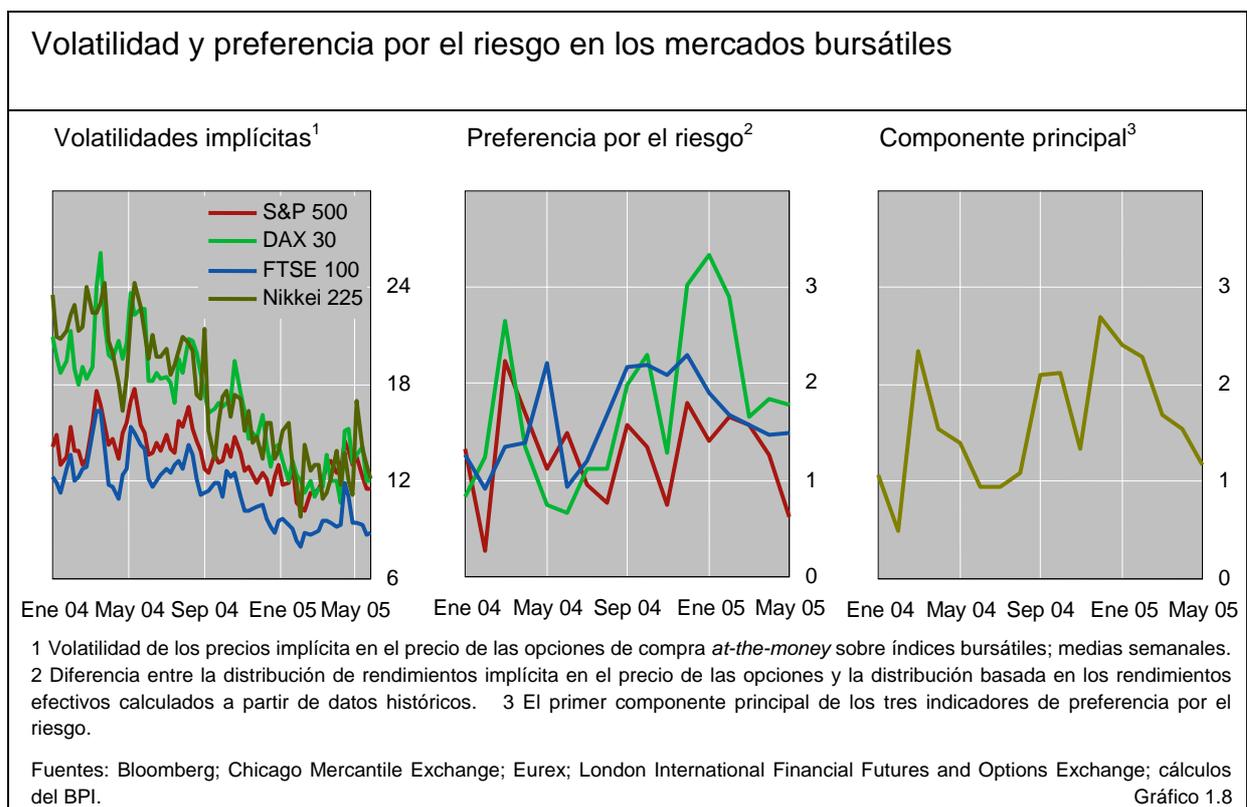
Los inversionistas en renta variable no sólo esperaban más riesgos, sino que también se volvieron más aversos a ellos. Utilizando una medida de la preferencia por el riesgo extraída de las valoraciones de las opciones sobre índices bursátiles y de las volatilidades históricas tanto para diferentes mercados como globalmente, se puede calcular la diferencia entre las expectativas de riesgo en las bolsas y su precio. Tras situarse en niveles históricamente elevados, la apetencia por el riesgo ha disminuido

profundamente en Alemania, Estados Unidos y el Reino Unido desde comienzos de año. Un indicador sintético de la preferencia por el riesgo en todos estos mercados había descendido en mayo hasta los niveles de mediados de 2004 (véase el Gráfico 1.8, paneles central y derecho).

Las desalentadoras noticias en el frente macroeconómico fueron sin duda responsables de la debilidad de los índices de Estados Unidos hasta abril. En marzo, los inversionistas parecieron interesarse por la inquietud ante la inflación y por la posible necesidad de subir los tipos de interés oficiales para contrarrestarla. Los índices bursátiles retrocedieron bastante tras los decepcionantes anuncios de los precios de consumo e industriales y tras la declaración del FOMC el 22 de marzo que apuntaba a un aumento de las presiones inflacionarias. En abril comenzó a prestarse atención a una posible desaceleración de la demanda y las cotizaciones bursátiles volvieron a caer de manera significativa al conocerse las mediocres cifras de ventas minoristas el 13 de abril y los pobres datos sobre confianza de los productores y consumidores dos días después.

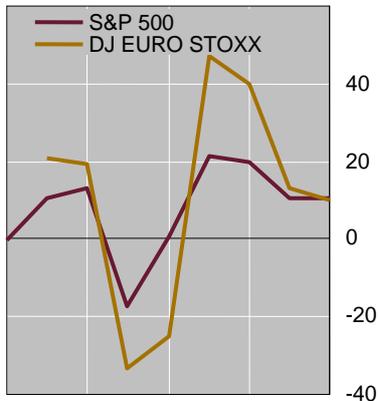
Los mercados de renta variable de Estados Unidos atravesaron dificultades durante el periodo analizado a pesar de que los anuncios sobre resultados fueron en general mejores de lo esperado. Así, se culpó a los escasos beneficios anunciados por IBM de las pérdidas del 2% registradas en los principales índices bursátiles el 15 de abril. Sin embargo, otros líderes del mercado como Citigroup y General Electric anunciaron ese mismo día beneficios por encima de lo previsto. En conjunto, la proporción entre sorpresas positivas y negativas para las sociedades que componen el S&P 500, que había aumentado ligeramente en el último trimestre de 2004, ha

... y los datos económicos defraudan...

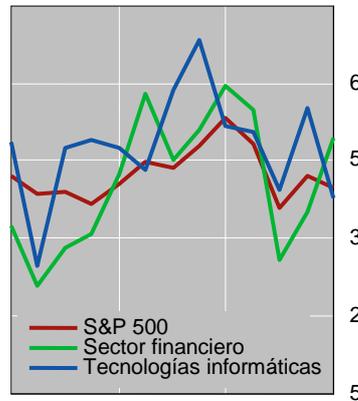


Resultados empresariales

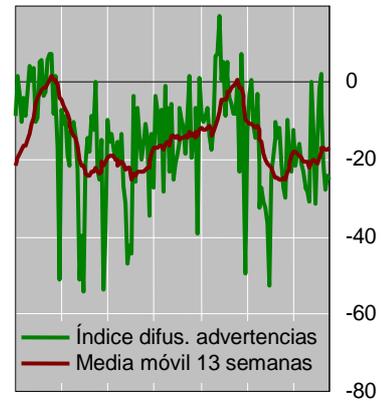
Aumento de beneficios¹



Resultados inesperados^{2, 3}



Advertencias sobre beneficios^{2, 4}



¹ Variación porcentual anual de la media ponderada de beneficios de explotación por acción; para 2004, estimaciones; para 2005-06, previsiones. ² Sociedades del índice S&P 500. ³ Número de sociedades que anunciaron beneficios trimestrales por encima de lo previsto menos sociedades que anunciaron beneficios por debajo de lo previsto; en porcentaje de empresas que anunciaron sus resultados trimestrales. ⁴ Número de sociedades que anunciaron revisiones positivas de su previsión de resultados menos sociedades que anunciaron revisiones negativas; en porcentaje de empresas que anunciaron revisiones positivas, negativas o neutras.

Fuentes: Bloomberg; I/B/E/S; cálculos del BPI.

Gráfico 1.9

permanecido estable en 2005. También ha sido positiva la tendencia que han seguido las advertencias sobre beneficios (véase el Gráfico 1.9, panel superior derecho). Finalmente, la acumulación de anuncios sobre resultados positivos, junto con la renovada actividad de fusiones y adquisiciones y la mejora de los datos macroeconómicos (en concreto, la contenida inflación subyacente anunciada el 18 de mayo) contribuyó a la recuperación de los principales índices en mayo.

Las bolsas europeas siguieron una senda similar a las de Estados Unidos, cayendo profundamente en marzo y abril para empezar a recuperarse en mayo. Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en Estados Unidos, los anuncios macroeconómicos en Europa permanecieron sombríos; aun así, la bolsa de Alemania ganó bastantes puntos ante las expectativas de fortalecimiento de las reformas estructurales tras anunciarse el 22 de mayo la celebración de elecciones anticipadas en aquel país. Además, el aumento de la actividad de fusiones y adquisiciones en la zona del euro empujó al alza las valoraciones.

El mercado bursátil japonés también experimentó un profundo episodio de ventas a mediados de abril, pero por motivos algo distintos. Sin duda, la decepción en las cifras macroeconómicas fue constante; por ejemplo, tras conocerse el dato del escaso gasto de los hogares se produjeron pérdidas generalizadas en los principales índices bursátiles el 29 de marzo. Sin embargo, también la creciente tensión política con China contribuyó en gran medida al deterioro del clima del mercado, lo que culminó con una caída del 3,8% del índice Nikkei 225 el 18 de abril, la mayor pérdida registrada en un solo día desde el 10 de mayo de 2004. Así concluyó a una serie de seis días consecutivos de pérdidas que supusieron un retroceso acumulado de más del

... mientras las acciones japonesas sufren los efectos de la tensión con China

8%. De hecho, durante este periodo las cotizaciones de las acciones de fabricantes y exportadores japoneses de industria pesada que dependen de sus ventas a China se redujeron de manera desproporcionada. Las principales bolsas de valores japonesas se quedaron al margen de la recuperación que experimentaron en mayo otros mercados desarrollados, debido en parte a la ausencia del tipo de noticias positivas sobre reestructuración que se produjeron en estas otras regiones.